

推荐 (维持)

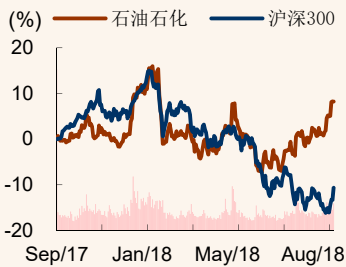
市场关注阿尔及尔会议结果

2018年09月24日

原油周观点20180924

上证指数	2797	
行业规模		
	占比%	
股票家数 (只)	48	1.4
总市值 (亿元)	26498	5.5
流通市值 (亿元)	25472	6.6

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	8.0	5.1	8.7
相对表现	5.5	21.1	19.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《石化周观点 20180916—PTA 高位小幅回落, 长丝旺季滞后》2018-09-17
- 2、《原油周观点 20180916—油价触碰 80 大关后回落》2018-09-16
- 3、《石化周观点 20180909—PX 回落, PTA 盈利扩大, 长丝稳定》2018-09-09

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

王亮

wangliang4@cmschina.com.cn
S1090517080005

- **油价持续反弹, 周一盘中触碰近 4 年高点。**天气因素带来的短期影响结束后, 市场焦点回归美国对伊制裁。上周日本炼油商联盟宣布自 10 月起暂停进口伊朗原油; 此外, 伊朗国内发生严重恐袭事件造成多人伤亡, 伊朗方面认为美国支持的恐怖主义势力应该对这一事件负责, 该地区的紧张局势进一步升级。截至周末, 布油收 78.77 美元/桶涨 0.87%; WTI 收 70.71 美元/桶涨 2.49%; 上海原油收 532.1 元/桶涨 0.64%。9 月 24 日, 受美国对伊制裁升级预期影响, 布伦特盘中大涨近 3%, 创近 4 年新高。
- **市场关注阿尔及利亚的 OPEC+会议结果。**当地时间 9 月 23 日, OPEC 与俄罗斯在阿尔及尔召开部长级会议, 会议将研讨当前的原油市场形势, 并讨论四季度供应和需求目标。会前有消息称与会各方将讨论进一步提高石油产量的政策。但从目前得到的信息来看, 沙特和俄罗斯已经大概率排除立即大量增加原油产量的可能性, 基调依然是维持 6 月会议达成的恢复 100% 减产执行率的目标。从最新 OPEC 月报来看, OPEC 整体减产执行率依然有 130% 左右, 意味着名义上仍有约 35 万桶/天的增产空间, 考虑到伊朗和委内瑞拉等 OPEC 国家基本无力增加产量, 因此增产空间依然较为充裕。然而从产油国角度来看, 其具备维持 80 美元油价的动机, 更为关键的是, 两国能否短期快速增产依然成谜。俄油长表示其在 16 年 10 月产量水平上增产 30 万桶/天从技术上至少需要 1 年, 而沙特达到 1200 万桶/天产量可能需要 6 个月左右。
- **日本宣布 10 月起暂停采购伊朗原油。**据日本共同社消息, 由日本主要炼油商组成的石油联盟称其主要成员已经就暂停进口伊朗原油达成一致, 并将从 10 月起进口其他中东产原油作为替代。据悉, 日本方面一直在就进口伊朗原油问题与美国方面协商, 但并未得到后者豁免。从近期公布的数据看, 日本停止进口短期将影响伊朗原油出口约 20 万桶/天。
- **特朗普再发推特“干预”油价。**面对节节攀升的原油价格, 特朗普在社交媒体上再度向 OPEC 产油国施压, 要求其必须降低油价。对此, OPEC 和俄罗斯方面在周末给予了不会立即大量增加产量的回应。从产油国方面的表态来看, 其潜台词在于美国方面要求其快速增产并不具备技术可能性, 美国对伊朗施加的制裁才是造成原油市场不稳定的关键因素。中期选举临近, 特朗普政府正在通过各种手段试图“调控”油价, 通胀压力和选民情绪是其短期必须重视的问题, 对此, 我们不排除美国方面在未来 1 个月内拿出超常规手段对冲高油价的可能性。
- **我们维持伊朗出口量年内下降 120-150 万桶/天观点不变。**我们假设以 2017 年伊朗出口石油目的国占比分析, 日本韩国合计占比 20%, 年内完全停止可能性大; 中国占比约 25%, 小幅下降 (5%) 可能性大; 印度占比 18%, 但其要求伊朗采用到岸价结算, 存在较强的下降预期 (10-15%); 土耳其与美国关系生变, 且伊朗是其廉价石油的重要来源, 进口量预计稳定; 欧洲及其他国家明显下降的可能性大 (15%-20%)。在美国“放松”制裁背景下, 我们估计伊朗年内减少 120-150 万桶/天出口的可能性很大。
- **油价已系统性进入中高油价, 未来 1 年油价核心是美国对伊朗制裁的演变烈度和 OPEC 减产退出动态调整增产, 全球重新面临油价大涨风险。**关注四条主线: 一是低估值、高股息率的一体化油气公司; 二是价格传导弹性兼具成长的民营大炼化标的; 三是油气上游业绩释放; 四是 PDH 类气头原料套利。
- **风险提示: 地缘政治风险导致供给形势失控。**

图表目录

图 1: 2014 年油价大跌以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	4
图 2: 2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	5
图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)	5
图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓	5
图 5: WTI 原油商业多头空头持仓	6
图 6: 美元指数	6
图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)	7
图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)	8
图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)	8
图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)	8
图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)	8
图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)	8
图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)	9
图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)	9
图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)	9
图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)	9
图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)	9
图 18: 中国原油产量 (万桶/日)	9
图 19: 美国原油钻机数量	10
图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)	10
图 21: Permian 盆地钻机数 (台)	10
图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)	10
图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)	10
图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量	11
图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)	11
图 26: 美国炼厂开工率 (%)	11
图 27: 美国商业原油库存 (EIA, 千桶)	11
图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)	12
图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)	12

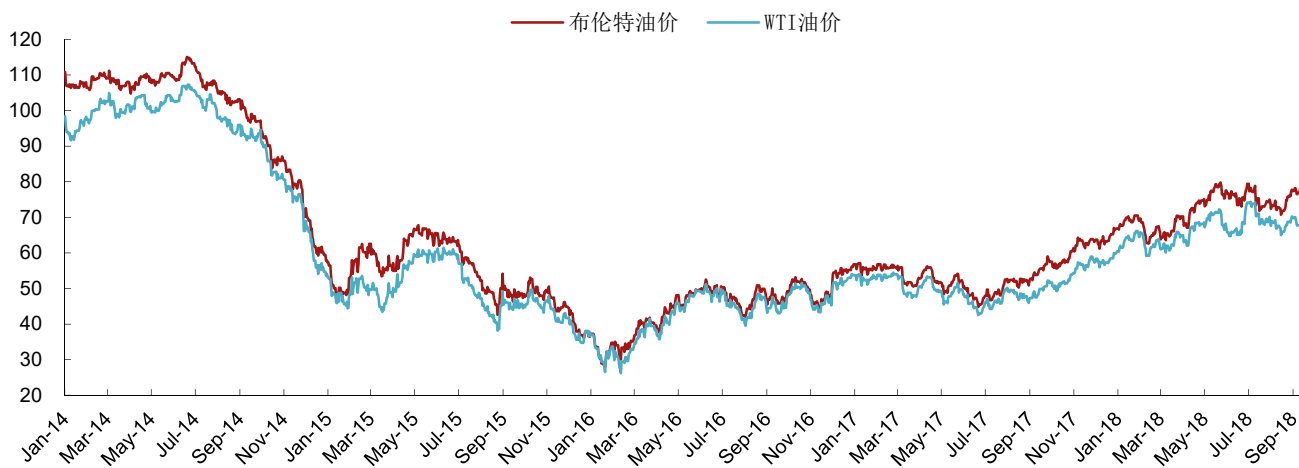
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (千桶/日, 产量来自第二信源)	7

表 1: 本周国际原油市场大事件

时间	事件
9月18日	<p>9月18日周二，彭博社曾援引知情人士透露，沙特阿拉伯目前对布油价格上涨至每桶80美元以上的情况感到舒适。</p> <p>继沙特之后，全球另一大石油出口国伊朗也发声“干预”油价。伊朗石油部长 Bijan Namdar Zanganeh 周四表示，每桶80美元的油价是一个合适的价格。</p> <p>Zanganeh 还称，OPEC 及其盟国在 2016 年达成的减产协议已经支离破碎，本周日在阿尔及尔举行的 OPEC+部长级会议无权为成员国强加产量协议。</p>
9月20日	<p>美国总统特朗普周四在社交媒体上抨击 OPEC，要求产油国将油价降下来。</p> <p>“我们保护中东国家，如果没有我们，他们就不会安全，但他们继续推动油价越来越高！我们会记住。OPEC 垄断集团现在必须降低价格！”特朗普称。</p>
9月23日	<p>9月23日周日，OPEC+会议在阿尔及利亚将举行，研讨当前的原油市场形势，并讨论四季度的供应和需求目标。</p> <p>路透社援引 5 位 OPEC 与非 OPEC 消息人士称，在 OPEC 与非 OPEC 产油国 6 月份已同意增产石油的情况下，OPEC+委员会不可能建议进一步增产。</p> <p>消息人士还表示，委员会也不太可能决定如何分配 6 月会议达成的名义增产数量(100 万桶/日)。针对 2016 年达成的减产协议以及 6 月会议时致力恢复 100%减产执行率的协议，各成员国在会议上也是态度不一。</p> <p>阿联酋能源部长 Mazrouei 认为，100%地减产石油是可行的，但只有在必要情况下才会兑现。沙特能源部长 Al-Falih 也表示，将确保多国采取行动，以 100%地执行石油减产承诺。而即将受到美国制裁的伊朗则称，众多产油国不被允许深化 2016 年所同意的石油减产力度，OPEC 与非 OPEC 产油国可能无法实现 100%的石油减产政策执行率。</p>

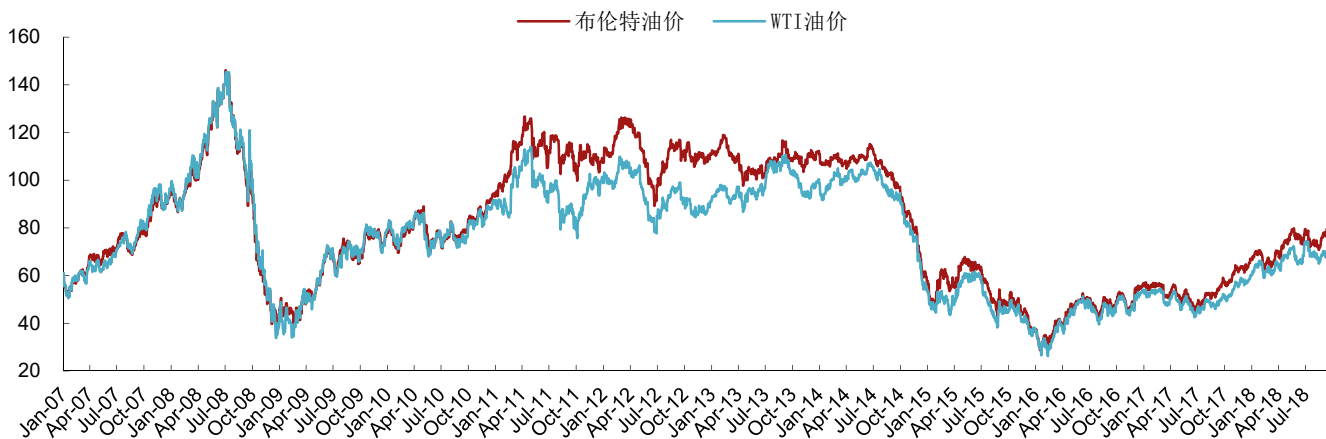
资料来源：华尔街见闻，卓创资讯

图 1: 2014 年油价大跌以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)



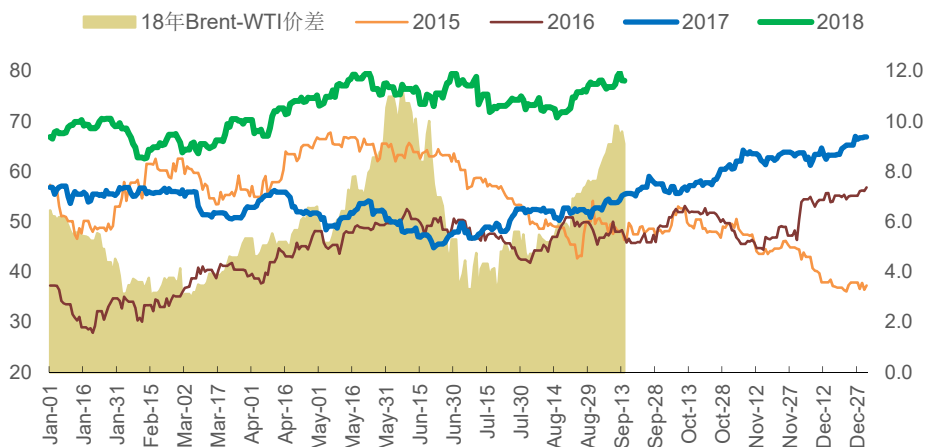
资料来源：Wind

图 2: 2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)



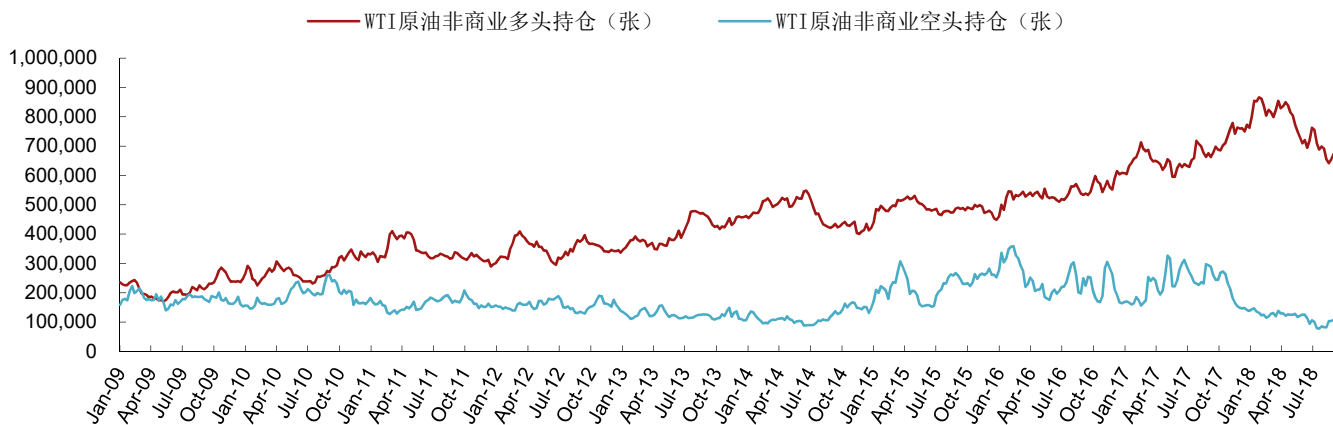
资料来源: Wind

图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)



资料来源: Wind

图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓



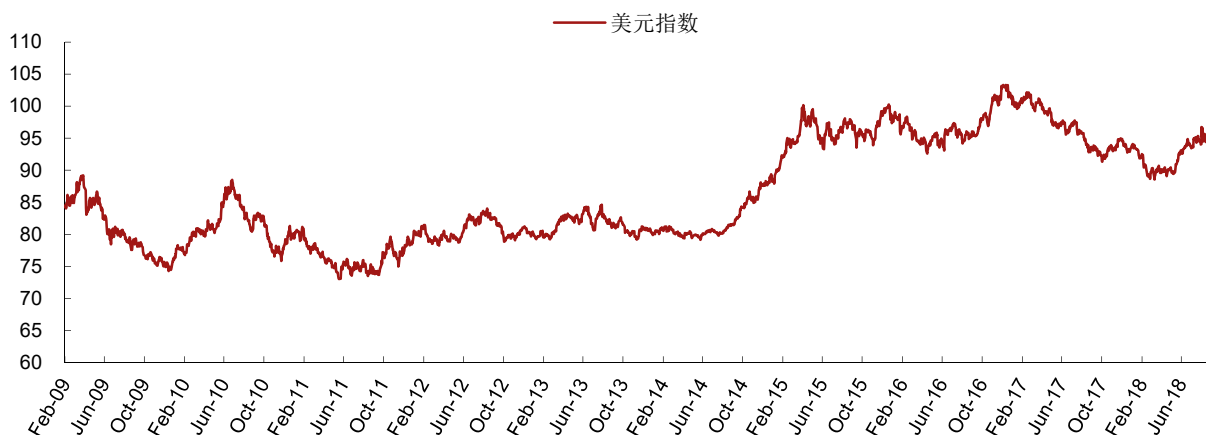
资料来源: Wind

图 5: WTI 原油商业多头空头持仓



资料来源: Wind

图 6: 美元指数



资料来源: Wind

表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)

	基准产量(16 年 10 月)	调节量	目标产量	6 月产量	7 月产量	6 月减产完成率	7 月减产完成率	备注
Russia	11,597	-300	11,297	11,450	11,600	49%	-1%	
Azerbaijan	815	-35	780	790	800	71%	43%	
Kazakhstan	1,805	-20	1,785	1,940	1,930	-675%	-625%	基准产量为 11 月
Mexico	2400	-100	2,300	2090	2090	310%	310%	
Oman	1020	-45	975	980	980	89%	89%	
Others	1,223	-46	1,177	1,290	1,250	-146%	-59%	
Total	18,860	-546	18,314	18,540	18,650	59%	38%	

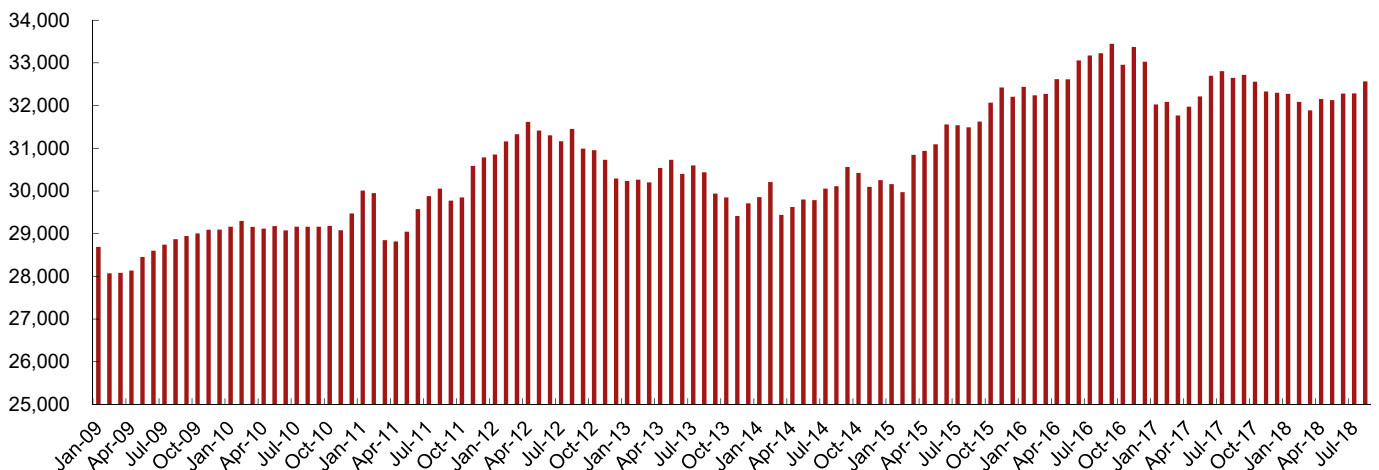
资料来源: IEA 8 月月报

表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (千桶/日, 产量来自第二信源)

	基准产量(16年10月)	调节量	目标产量	7月产量	8月产量	7月减产完成率	8月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	11,450	11,600	49%	-1%	
Angola	1,751	-78	1,673	790	800	71%	43%	基准为9月份, 主要是因为10月检修造成产量降低
Ecuador	548	-26	522	1,940	1,930	-675%	-625%	
Gabon	202	-9	193	2090	2090	310%	310%	
IR Iran	3,709	90	3,799	980	980	89%	89%	基准水平是2005年中期的产量, 也就是受国际制裁之前的峰值产量
Iraq	4,561	-210	4,351	1,290	1,250	-146%	-59%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	18,540	18,650	59%	38%	
Libya				11,450	11,600	49%	-1%	产量受到内战及动乱影响, 因此能够继续依自身能力生产不受限制
Nigeria				790	800	71%	43%	同上
Qatar	648	-30	618	1,940	1,930	-675%	-625%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	2090	2090	310%	310%	
UAE	3,013	-139	2,874	980	980	89%	89%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,290	1,250	-146%	-59%	
合计	30,970	-1,164	29,806	18,540	18,650	59%	38%	

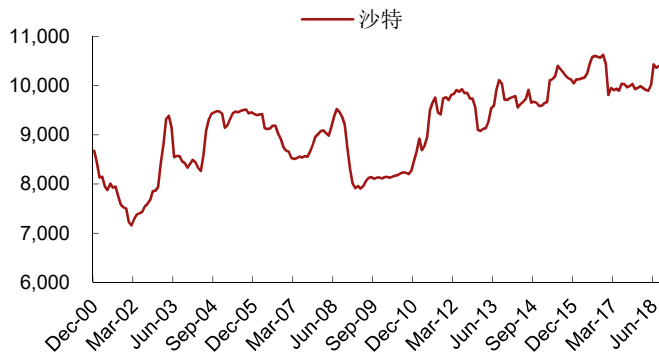
资料来源: OPEC 9 月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



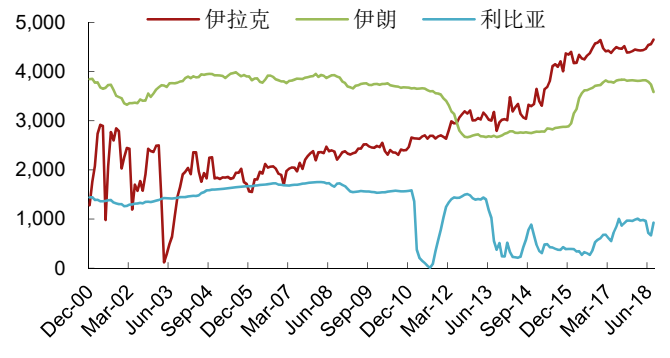
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



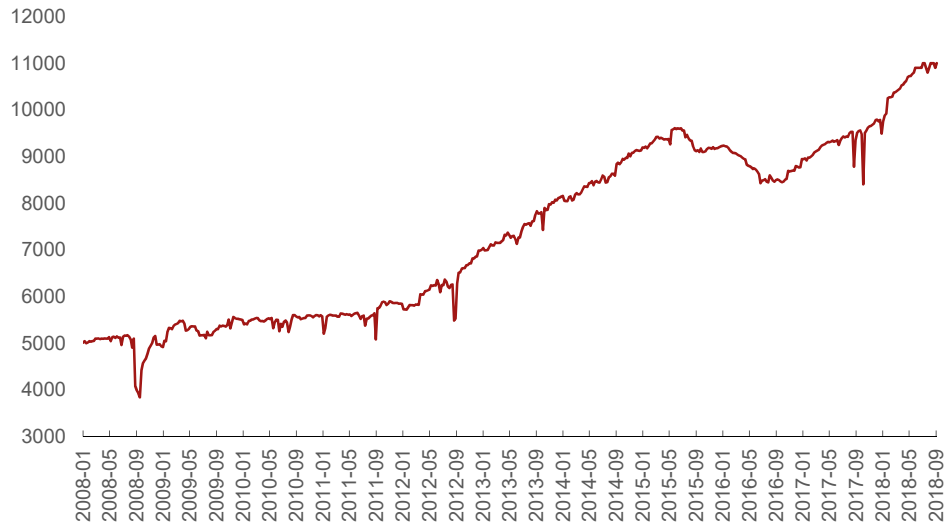
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



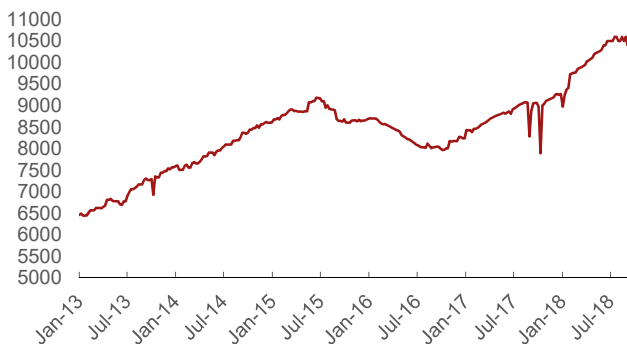
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



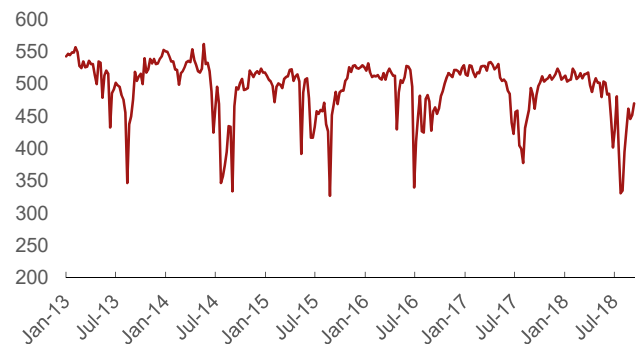
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



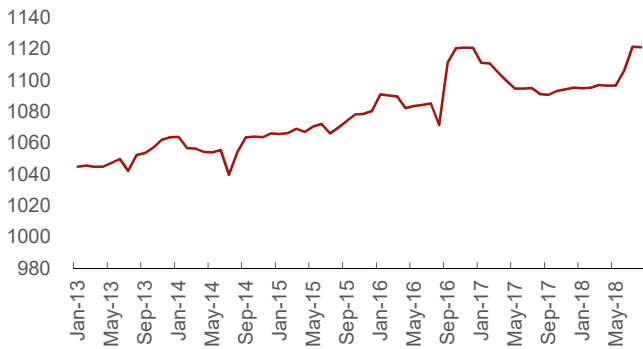
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



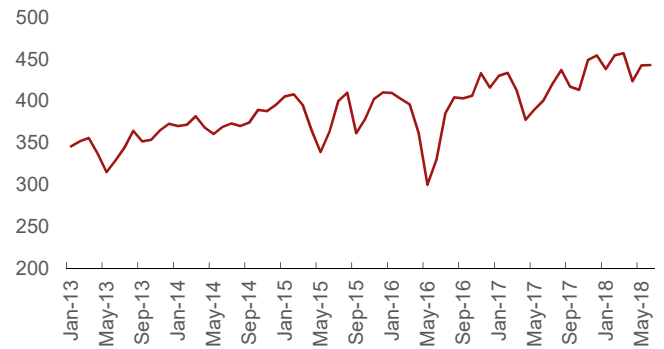
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



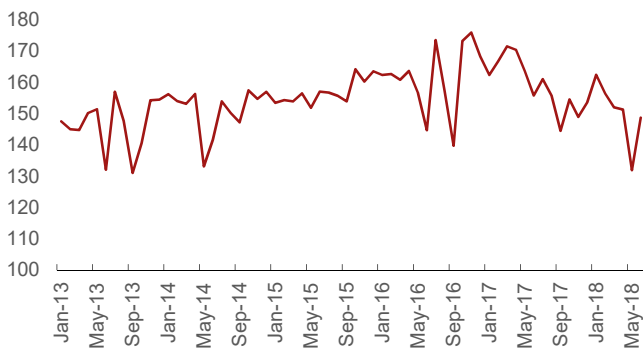
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



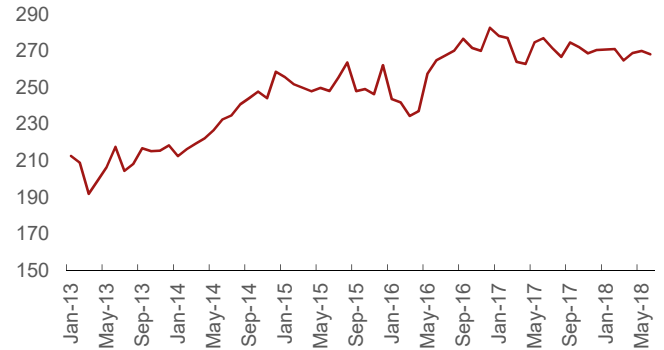
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



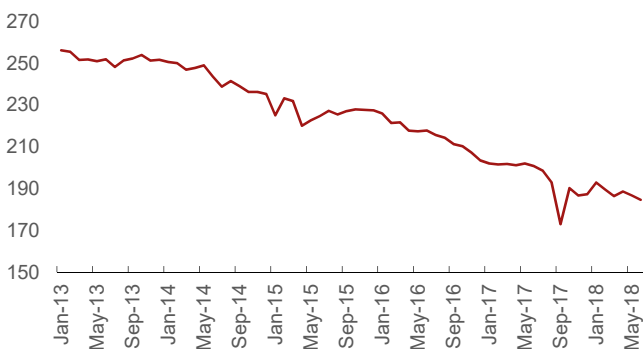
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



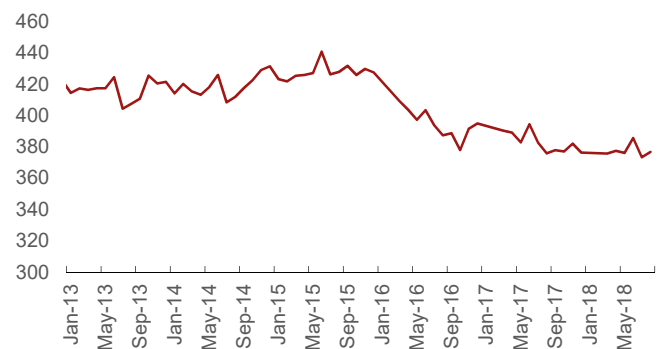
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



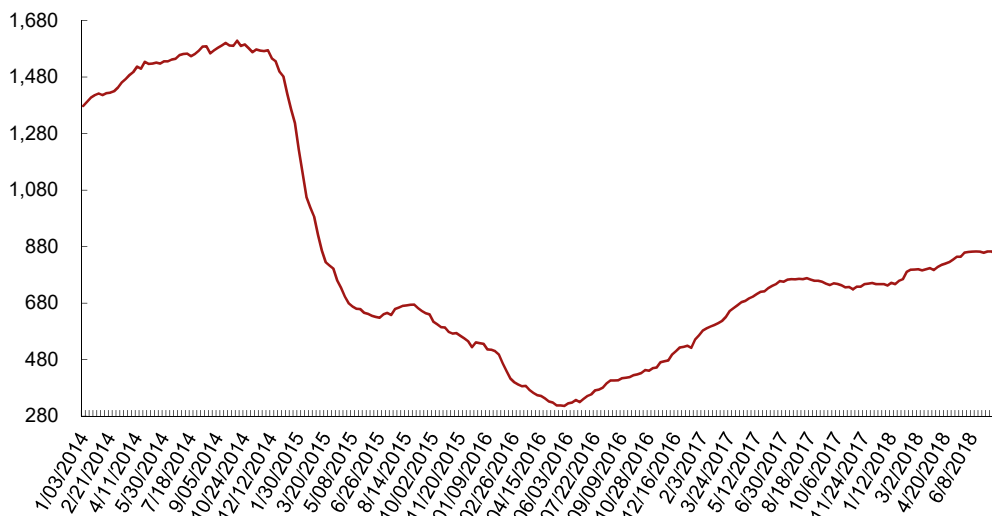
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



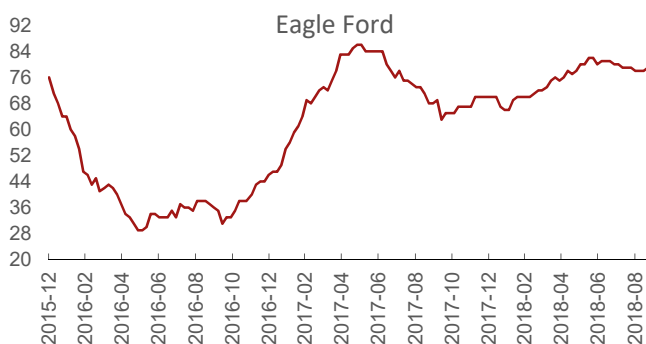
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



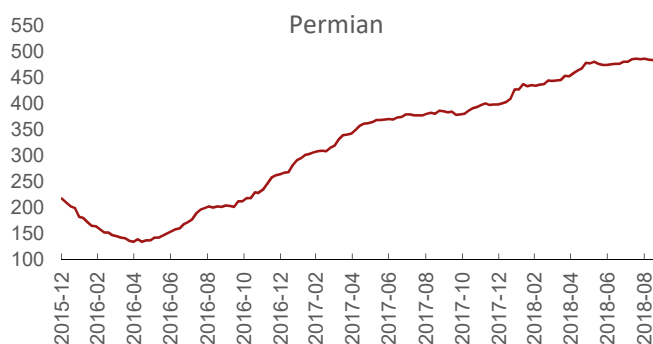
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



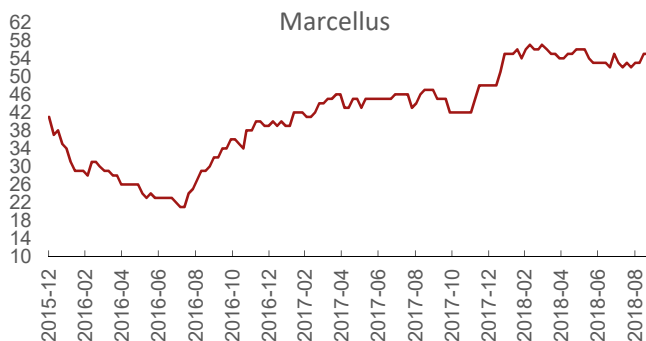
资料来源: 贝克休斯

图 21: Permian 盆地钻机数 (台)



资料来源: 贝克休斯

图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)



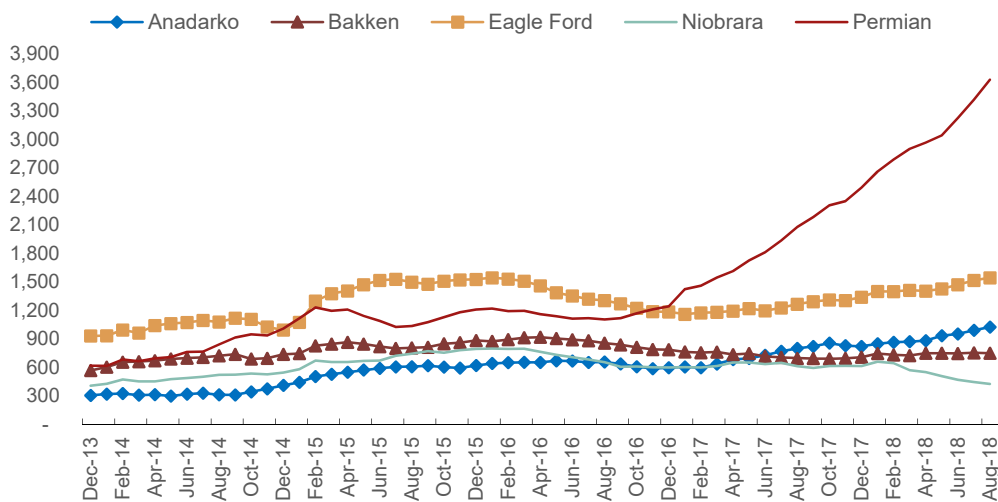
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



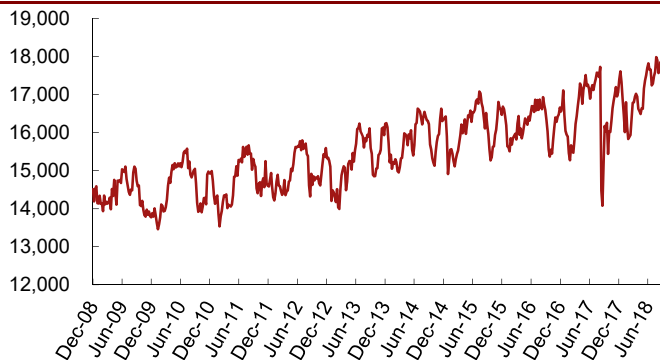
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



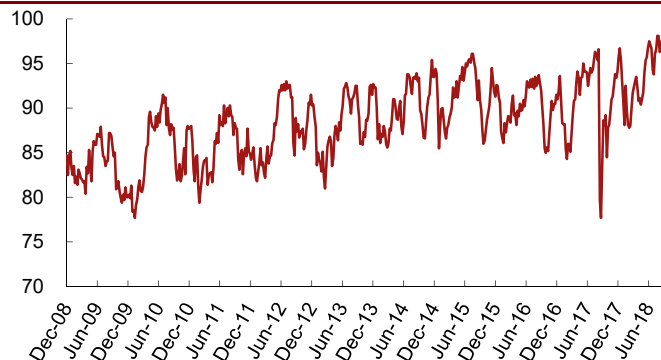
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



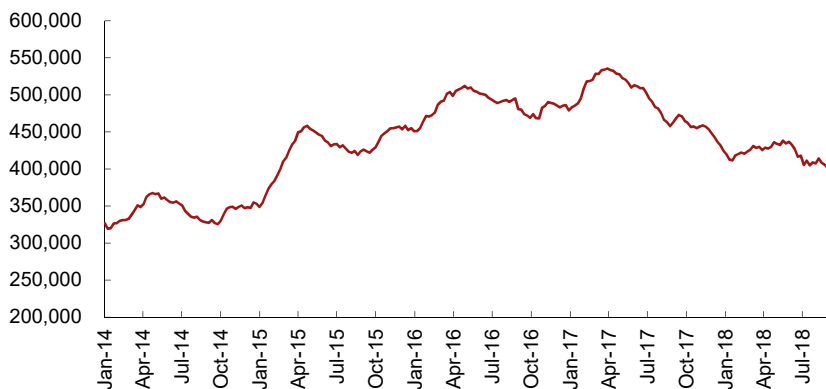
资料来源: EIA

图 26: 美国炼厂开工率 (%)



资料来源: EIA

图 27: 美国商业原油库存 (EIA, 千桶)



资料来源: EIA

图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)



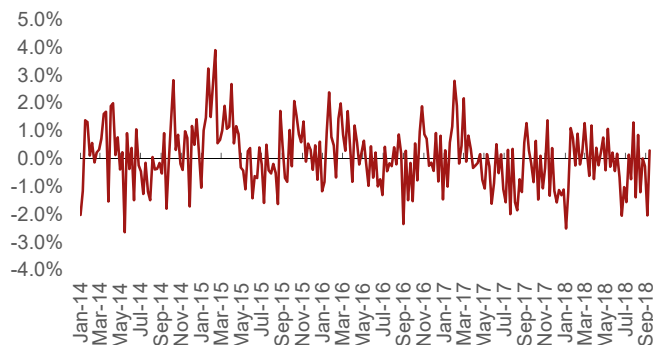
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



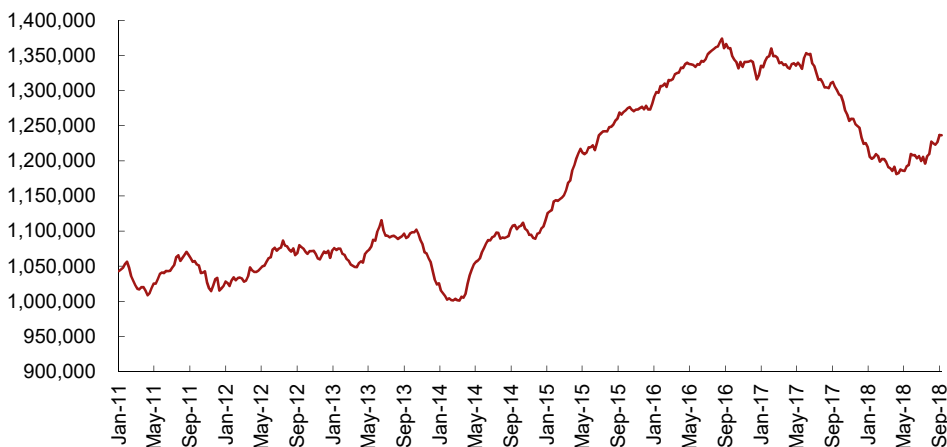
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



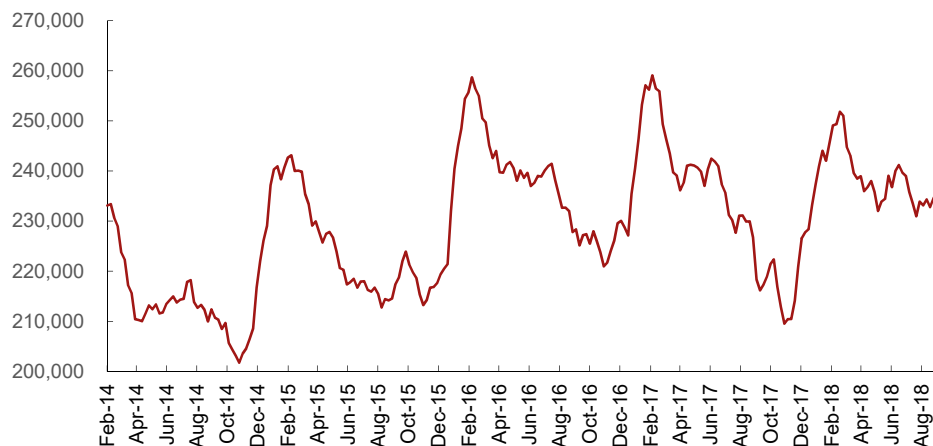
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



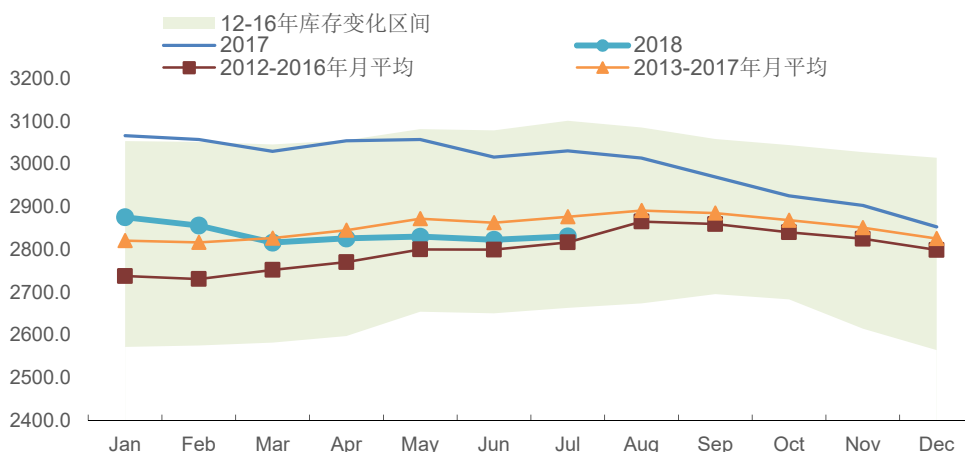
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



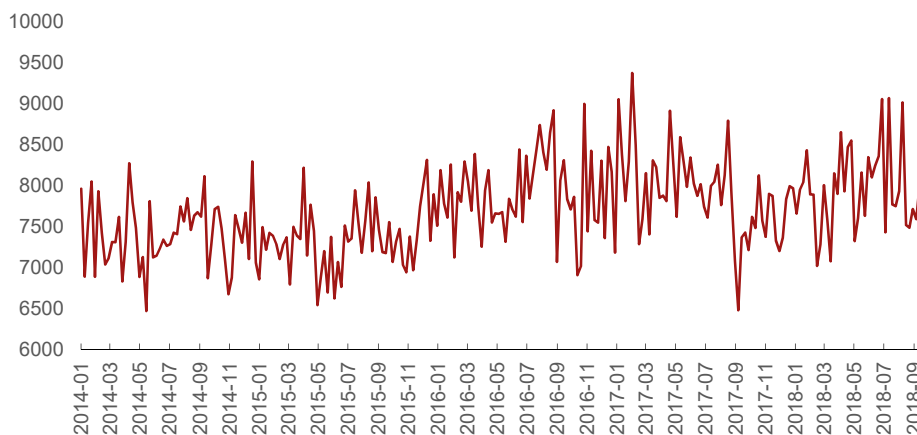
资料来源: EIA

图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)



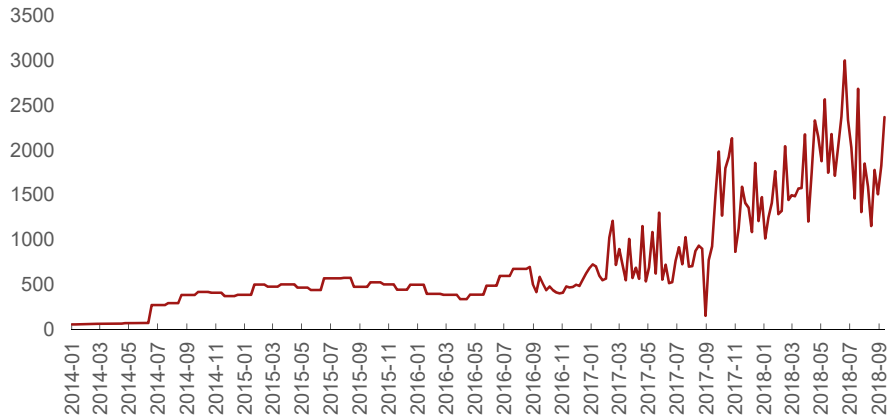
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



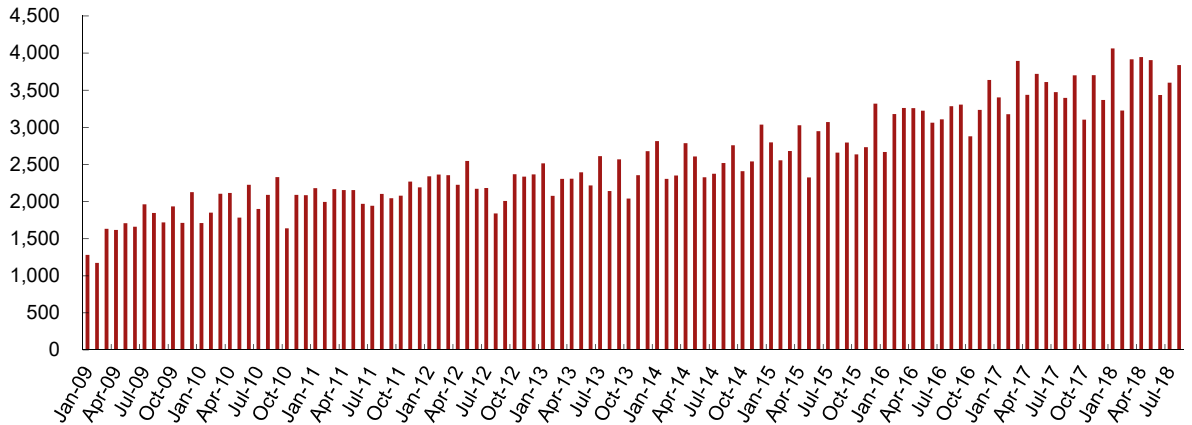
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



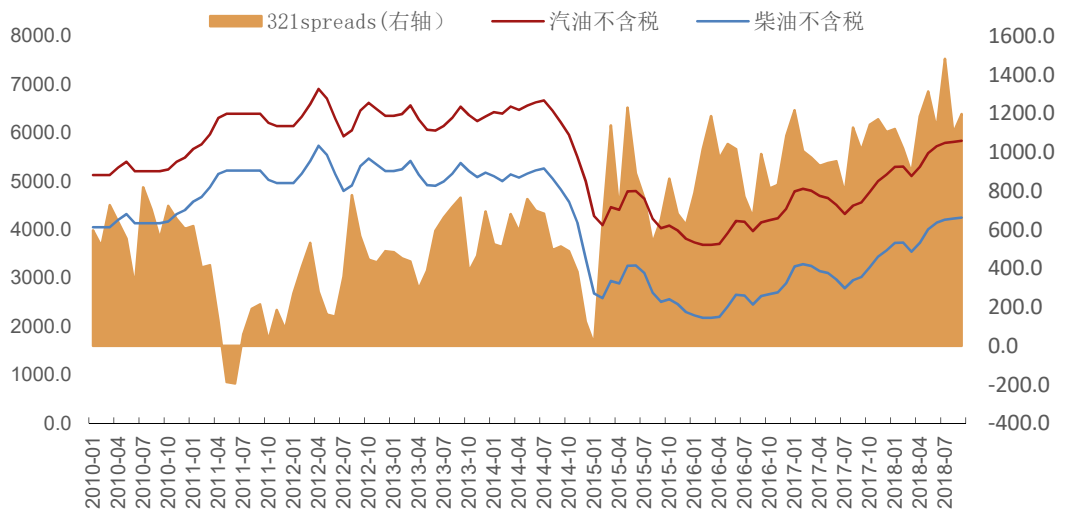
资料来源: Wind

图 36: 中国原油进口量 (万吨)



资料来源: Wind

图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。2017年新财富石油化工行业第4名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。